



KOBİ'lerde Halka Açılmanın Finansal Performansa Etkisi: BİST Gelişen İşletmeler Piyasasında Bir Uygulama¹

*The Effect of Public Offering on Financial Performance in SMEs: An
Application in BIST Emerging Companies Market*

Mehmet Nuri SALUR

Necmettin Erbakan Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
Meram-Konya, TÜRKİYE
orcid.org/0000-0003-1089-1372
nsalur@konya.edu.tr

Mustafa Nihat DEMİRCİ

Necmettin Erbakan Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
Meram-Konya, TÜRKİYE
orcid.org/0000-0002-1981-3437
mdemirci@konya.edu.tr

Bilal KESEN

Necmettin Erbakan Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Meram-Konya, Türkiye
orcid.org/0000-0002-9862-684X
bilalkesen@gmail.com

Özet

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme (KOBİ) kavramı hemen hemen tüm ülkelerde kullanılan bir kavramdır. Kavramın ifade ettiği büyüklük; ekonomiye, sanayileşme düzeyine, pazarın büyüklüğüne, sektöre ve kullanılan üretim yöntemine bağlı olarak ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Bugünün bütün büyük firmalarının, birçok riskli girişimin, yeniliğin ve patentin arkasında KOBİ'ler vardır. Bu işlevleri ve ekonomideki önemli rolleri, görece güçsüz yapı ve sahip oldukları düşük imkânlar ile birleştirildiğinde, KOBİ'lerin desteklenmesi tüm ekonomilerde geçerliliğini hala korumakta olan bir konudur ve birçok ülkede bu konuda çeşitli programlar uygulanmaktadır. Bu bağlamda KOBİ'lere hitap eden menkul kıymet borsalarının oluşturulması ve KOBİ'lerin bu sermaye piyasalarından yararlanmalarının teşvik edilmesi de büyük önem arz etmektedir. Ülkemizde de bu konuda 2011 yılında, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip KOBİ'lerin paylarını halka arz etmek suretiyle sermaye piyasalarından uzun vadeli ve geri ödemesiz kaynak temin edebilmelerini sağlamak amacıyla Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) adında bir sermaye piyasası oluşturulmuştur. Mevcut finansman yöntemlerinin yetersiz kaldığı durumlarda alternatif bir finansman

¹ Bu çalışma; 17-18 Mayıs 2017 tarihlerinde Sakarya'da gerçekleştirilen "1. Uluslararası Ekonomi, Finans ve Ekonometri Öğrenci Sempozyumu"nda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.

kaynağı olarak halka arz, KOBİ'lerin sadece finansal değil aynı zamanda örgütsel yönden de kronik sıkıntılarını ortadan kaldıracak bir potansiyele sahiptir. KOBİ'ler halka arz ile hem kurumsal yapılarını güçlendirerek kurumsal yönetime geçişi sağlayacak hem de bu kurumsal yönetim ilkelerini içselleştirdikleri oranda büyümelerinin önündeki en büyük engel olan finansmana erişim sorununu açacaktır.

Çalışmamızda, tüm bu anlatılanlar doğrultusunda öncelikle KOBİ tanımı yapılarak KOBİ'lerin güçlü ve zayıf yönleri ile finansman sorunlarına değinilmiş ve ardından halka açılmanın faydalarından bahsedilerek BİST-GİP hakkında bilgi verilmiş, dünyadaki örneklerine değinilmiştir. Uygulama aşamasında ise BİST-GİP'te işlem gören KOBİ'lerin halka açıldıkları yıl baz alınarak, halka açılmadan önceki ve sonraki finansal performansları karşılaştırılmıştır. Finansal performans göstergesi olarak aktif kârlılığı (ROA) ve özsermaye kârlılığının (ROE) kullanıldığı çalışmada, her iki oran da KOBİ'lerin halka açılmada baz alınan yıldan 1 yıl önceki ve 1 yıl sonraki finansal tablolarından elde edilmiştir. Çalışmanın amacı, KOBİ'lerin halka açılmaları ile finansal performansları arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını ölçmektir. Bu bağlamda, çalışmada halka açılmayla finansal performans arasındaki ilişki kurulan hipotez üzerinden karşılaştırma yapılan yıllardaki oranlar kullanılarak t-testi yardımıyla ölçülmüştür. Çalışma sonucunda, KOBİ'lerin halka açılmasıyla finansal performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: KOBİ, Halka Açılma, Finansal Performans, BİST, GİP

Abstract

The concept of Small and Medium Sized Enterprises (SME) is a concept used in almost all countries. The size expressed by the concept varies between countries depending on economy, sector, industrialization level, market size, and production method used. The SMEs lie behind today's all big firms, many risky enterprises, innovations and patents. When these functions and their important roles in the economy are considered together with the relatively weak structure and low opportunities they have, supporting SMEs is still important for a country's economy and so, various programs are being implemented in many countries in this respect. In this context, the Emerging Companies Market (ECM) was established in Turkey in 2011 as a distinct market within Borsa İstanbul (BİST) to create a transparent and organized platform where securities, issued in order to raise funds from the capital markets by companies with growth and development potential, can be traded. Thanks to the ECM, such companies will have the opportunity to raise funds while presenting themselves better, and adding to their visibility among investors as well as their operational markets.

In the light of all of these information, we explained SMEs' strengths and weaknesses and their financing problems by referring to all the above mentioned items, and then talked about the benefits of public offering in our work. And BİST-ECM is introduced and their examples in the world are mentioned. In the application phase, the financial performances, before and after the going public, of the companies traded in the BİST-GİP were compared based on the year when they going public. In the study, return on asset (ROA) and return on equity (ROE) were used as financial performance indicators. Both of these ratios were obtained from the financial statements of the SMEs one year before and one year after the going public. The aim of the study is to measure whether there is a relationship between the public offering of SMEs and their financial performance. In this context, hypothesis established to analyze

the relationship between the public offering of SMEs and their financial performance was measured by means of paired t-test. As a result of the study, it was determined that there was no statistically significant relationship between the financial performance of SMEs and public offering.

Keywords: *SME, Public Offering, Financial Performance, BIST, ECM*

Giriş

Finansal piyasaların uluslararası düzeyde hızla artan entegrasyonu ve giderek sertleşen rekabet ortamı işletmeleri ya büyüyerek devamlılıklarını sürdürmeye ya da yok olmaya mahkûm kılmaktadır. Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme (KOBİ) olarak tanımlanabilen firmalar da bu sistemin tam ortasında yer almakta; hammadde sağlama, çeşitli araç ve gereçlerin tedarik ve montajı, üretilen mamullerin dağıtım, satış ve satış sonrası gibi işlemlerini belli bir düzen ve koordineli şekilde yürütebilme vb. faaliyetler için ekonominin tabiri caizse kılcal damarları niteliğinde işlev görmektedir. Dolayısıyla, daha güçlü ve istikrarlı ekonomik sistem arayışı içinde olan devletler, KOBİ'lerin sorunlarına eğilmeli, faaliyetlerinin sürdürülebilirliklerini desteklemeli ve onlara kurumsal bir yapıya ulaşarak büyüyebilecekleri bir ortam sunmalıdır. Türkiye'de faaliyet gösteren tüm işletmeler içinde KOBİ'lerin % 99,8'lik orana sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda bunun önemi daha net anlaşılacaktır.

KOBİ'lerin faaliyetlerini sürdürebilmesi ve büyümesi için finansman kaynaklarına kolay ulaşım oldukça önemli bir unsur olmakla birlikte, bu konuda birtakım sorunlarla karşılaşmaktadır. Bu noktada, KOBİ'lerin finansman sorununun çözümünde çok etkili olabilecek yöntemlerden biri olarak halka açılma dikkat çekmektedir. Bu amaçla, KOBİ'lerin finansman sağlama konusunda yaşadıkları sorunlar dikkate alınarak gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği bir yapı olarak Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) kurulmuştur.

Çalışmamızda KOBİ'lerin Gelişen İşletmeler Piyasası ile halka açılmaları neticesinde BIST-GİP' te işlem gören KOBİ'lerin halka açıldıkları yıl baz alınarak, halka açılmadan önceki ve sonraki finansal performansları karşılaştırılmış ve KOBİ'lerin halka açılmaları ile finansal performanslarında olumlu bir etki oluşup oluşmadığı analiz edilmiştir. Sonuç olarak, halka açılan şirketlere ilişkin yapılan diğer çalışmaların sonuçlarına paralel bulgular elde edilmiş, KOBİ'lerin halka açılmasıyla finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Literatür taramasında, halka arz sonrası işletmelerin finansal performanslarının nasıl değiştiği üzerine birtakım çalışmalar yapılmış olduğu görülmüş olmasına rağmen KOBİ'lerin halka arzının finansal performans üzerindeki etkisi hakkında ülkemizde daha önce bu tarz bir çalışmanın yapılmadığı tespit edilmiştir. Bu bakımdan GİP'te işlem gören şirketler üzerine yaptığımız bu çalışma, bu konuda ileride yapılabilecek çalışmalara ışık tutması açısından faydalı bir ilk adım olacaktır.

Çalışmamızda öncelikle, literatürde yer alan ve farklı coğrafyalara özgü KOBİ tanımlamalarına yer verilmiş, Türkiye'deki KOBİ'lerin son durumundan ve öneminden kısaca bahsedilmiş, ardından KOBİ'lerin güçlü ve zayıf yönlerinden bahsedilerek finansman yöntemleri ve bu konuda karşılaşılan sorunlara değinilmiştir. Devamında, halka açılmanın işletmeler için faydalarından bahsedilerek literatür taramasına bu bölümde yer verilmiş ve GİP tüm özellikleriyle tanıtılmıştır. Son olarak, KOBİ'lerin

halka açılmaları ile finansal performansları arasında bir ilişki olup olmadığı istatistiksel olarak analiz edilmiştir.

1. KOBİ: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

Günümüzde her ne kadar büyük firmalar ekonomi dünyasında başı çekse de bu büyük firmalara hizmet sağlayarak canlılık veren, kılcal damar niteliğindeki yapılar Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ)'dir (Taymaz, vd., 2008). Bugünkü büyük firmaların elde ettikleri başarıların, yeniliklerin ve patentlerin arkasında KOBİ'ler vardır. KOBİ'ler ekonomide almış oldukları bu büyük rol ile varlıklarını sürdürmekte ve gelecekte de sürdürmeye devam edeceklerdir (Beba, vd., 2009).

KOBİ tanımlamaları ülkelerin barındırdığı kurum, kuruluş ve uzmanlar tarafından ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik durum, sektörel değişiklikler ve pazar açısından ülkeden ülkeye, sektörden sektöre ve hatta bölgeden bölgeye değişiklik göstermektedir (Müftüoğlu, 1997). Dünya genelinde KOBİ tanımlamasında görüş birliği olmamakla birlikte, işlevi ve önemi pek değişmese de sektörel olarak uyulması gereken şartlar açısından çeşitli tanımlamalar yapılmaktadır.

ABD'de yapılan tanımlamalara göre çalışan sayısı 500'den az olan işletmeler KOBİ kapsamına girmektedir (Tablo 1). Dünyanın halen süper gücü olarak kabul edilen ABD'de KOBİ sayısı genel işletmeler içerisinde % 99'luk bir paya sahiptir ve genel istihdamın yarısından fazlasını sağlamaktadır (<http://www.sba.gov/advo/stats/sbfaq.pdf>).

Tablo 1. ABD'de İşletmelerin Sınıflandırma Kriterleri

Ölçek	Çalışan Sayısı
Küçük İşletme	1-499
Orta İşletme	500-1499
Büyük İşletme	1500 çalışandan fazla

AB'de ise KOBİ'lerin tanımı daha kapsamlı olarak ele alınmıştır. Avrupa Komisyonu tarafından 6 Mayıs 2003 tarihinde alınan ve 1 Ocak 2005'te yürürlüğe giren 2003/361/EC no'lu karar ile işletmeler küçük ve orta kategorilere ayrılmış olup çalışan sayılarına ek olarak Tablo 2'de gösterilen yıllık net satış hasılatı ve yıllık mali bilanço kavramlarında üst sınırlamalar getirilmiştir. (https://ec.europa.eu/commission/index_en)

Tablo 2. AB'de İşletmelerin Sınıflandırma Kriterleri

Ölçek	Çalışan Sayısı	Yıllık Net Satış Hasılatı (Milyon Euro)	Yıllık Bilanço (Milyon Euro)
Orta Büyüklükte İşletme	50-249	50	43
Küçük İşletme	10-49	10	10
Mikro İşletme	< 10	2	2

Bu rakamsal sınırlamalardan birine ulaşılması işletmelerin KOBİ tanımı içerisine girmesi açısından yeterli bulunmuştur. Avrupa Komisyonu tarafından alınan bu karar ile KOBİ'lerin ekonomiden aldığı pay artmış ve KOBİ'ler istihdam sağlayan işletmeler arasında üçte ikilik bir dilime sahip olmuştur (Beba, vd., 2009).

1.1. Türkiye’de KOBİ ve Önemi

Ülkemizde KOBİ’nin resmi olarak ilk tanımı 8 Ocak 1995 tarihli, 3143 sayılı Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın Teşkilat ve Görevleri hakkındaki kanununun ek-1. maddesi gereğince, AB KOBİ tanımı uyumlaştırma çalışmaları neticesinde bir mevzuat düzenlemesi yapılarak, 2005 yılında yayımlanan “KOBİ’lerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bahse konu tanımlamaya göre KOBİ’ler, 250 kişiden az çalışanı olan ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosu 25 milyonu aşmayan işletmelerdir (KOSGEB).

2006 yılından bu yana KOBİ ve KOBİ’ler ile ilişkili kurum ve kuruluşlar tarafından benimsenen bu yönetmelikte değişiklikler yapılmasına ilişkin çalışmalar yapılmış, yapılan çalışmalar neticesinde ise 4 Kasım 2012 tarihli ve 28457 sayılı Resmî Gazetede “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına dair Yönetmelik” yayımlanmıştır. Yönetmelik değişikliği ile Tablo 3’te de gösterildiği gibi çalışan sayısı 250 kişiyi aşmayan ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 40 milyon Türk Lirasını aşmayan işletmeler KOBİ olarak sınıflandırılan ekonomik birimlerdir (TOBB).

Tablo 3. Türkiye’de İşletmelerin Sınıflandırma Kriterleri

Ölçek	Çalışan Sayısı	Yıllık Net Satış Hasılatı (Milyon TL)	Yıllık Bilanço (Milyon TL)
Orta Büyüklükte İşletme	50-249	40	40
Küçük İşletme	10-49	8	1
Mikro İşletme	< 10	1	1

Kaynak: TOBB

Ekonomik yapımızı bir insan vücuduna benzetecek olursak; KOBİ’leri bu vücudun hücreleri olarak tanımlamak mümkündür. Ekonominin yapı taşı olan bu hücreler (KOBİ’ler) değişen piyasa koşullarına hızlı tepki vermeleri, esnek üretim yapıları ve bölgesel kalkınmada üstlenmiş oldukları roller ile işsizliğin azaltılması ve yeni çalışma alanlarının oluşturulmasına yaptıkları katkılar gibi bir dizi pozitif yönleriyle ülkelerin ekonomik ve sosyal olarak gelişmesine olumlu katkılar sağlamaktadırlar. KOBİ’ler sağladıkları bu önemli katkılardan dolayı ülke ekonomilerinin vazgeçilmez yapı taşlarını oluşturmaktadır ve başta gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere ekonomide istikrarı sağlamak isteyen ülkeler KOBİ’lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunabilmesi için uygun ekonomik ortamı sağlamak ve geliştirmek adına politikalar geliştirmektedirler (Cansız, 2008).

Tablo 4. KOBİ’lerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri

Tüm İşletmeler İçinde	Oran (%)
KOBİ Sayısı	99,8
İstihdam Ettikleri Personel	74,2
Sağlanan Katma Değer	52,8
Toplam İhracat	56,4
Toplam İthalat	37,8
KOBİ’lerin Yaptığı Yatırım Tutarı	53,3

Kaynak: TÜİK, KOBİ istatistikleri (25.11.2016)

TÜİK 2016 istatistiklerine göre (Tablo 4), Türkiye’ de faaliyet gösteren tüm işletmeler içinde KOBİ’lerin % 99,8’lik orana sahip olduğu görülmektedir. KOBİ’ler Türkiye ekonomisinde tüm işletmeler arasında sadece sayı bakımından öne çıkmamakta toplam istihdamın % 74,2’sini karşılayarak, ülke ekonomisine % 52,8 oranında katkı sağlayarak, toplam ihracatın % 56,4’ünü ve toplam ithalatın % 37,8’ini karşılayarak da ekonomik sistemde önemli bir yere sahip olmaktadır.

1.2. KOBİ’lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Küçük ve esnek yapıları ile hızla değişen ekonomik çevreye kolay uyum gösterebilmeleri sayesinde KOBİ’ler hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeler için büyük önem arz etmektedir. KOBİ’ler özellikle Türkiye gibi zaman zaman ekonomik sarsıntılar yaşayan ve hatta ciddi krizlerle karşı karşıya kalan ülkeler için hayati konuma sahiptirler. KOBİ’lerin ekonomiye sağlamış olduğu belli başlı avantajlar şöyle sıralanabilir: (ATO, 2007:38), (Akgemci, 2001).

- Girişimciliği teşvik ederler
- İstihdam sağlarlar
- Değişen koşullara hızlı ayak uydururlar
- Ürün farklılaşmalarına olanak sağlarlar
- Büyük işletmelere ara mal temin ederler
- Bölgesel kalkınmayı dengede tutarlar
- Gelir dağılımındaki çarpıklıkları azaltırlar

Ayrıca ülke ekonomisinin kalkınması ve sürdürülebilir istihdam yaratmaları açısından büyük önem arz eden KOBİ’lerin yapısal olarak da faydaları ön plana çıkmaktadır. Örneğin kurulabilmeleri için yüksek sermayelere ihtiyaç duymamaları, müşterilerle daha yakın ilişkiler içerisinde olmaları, sipariş üzerine çalışmalarından dolayı stok problemi çekmemeleri ve üretilen ürünün satılmama riskinin olmaması KOBİ’lerin üstün özellikleri arasında ifade edilebilir (Zengin, 2010).

KOBİ’lerin yapısal üstünlüklerinin yanı sıra birçok zayıf ve sorunlu noktaları mevcuttur. KOBİ’lerin sahip olduğu dezavantajlar şöyle sıralanabilir (Sönmez, 2008):

- Kredi temininde güçlük çekmeleri
- Teknoloji kullanımlarının düşük olması
- Kalifiye eleman sıkıntısı çekmeleri
- Yetersiz finansman bilgisine sahip olmaları ve dolayısıyla finansman konusunda sıkıntı yaşamaları
- Hizmet aldıkları kurumların koordineli bir şekilde çalışmaması ve işlerin aksaması
- Uygun yatırım politikalarının üretilmemesi

1.3. KOBİ’lerin Finansman Yöntemleri ve Karşılaşılan Sorunlar

KOBİ’lerin en önemli sorunlarından birisi finansman kaynaklarının yeterli olmamasıdır. KOBİ’lerin yenilik yapabilmesi, büyüme ve ilgili faaliyetlerini sürdürebilmesi için finansman kaynaklarına kolay ulaşım oldukça önemli bir unsurdur. Finansman sorunları işletmenin kuruluş aşamasında başlayıp faaliyetini gerçekleştirirken devamlılığını sürdüren bir sorundur (Hacıeyliyagil, 2016).

İşletmelerde öncelikle mal ve hizmetlerin üretiminin sağlanması için tesisler kurmak amacıyla ihtiyaç duyulan finansman, yatırım sermayesidir. Ardından işletmeler, hizmet ve ürünleri ortaya koyup bunlardan gelir elde etmeye başlayınca kadar geçen zaman boyunca; elektrik, su giderleri ve işçi ücretleri gibi birçok ihtiyacı karşılamak için de finansmana ihtiyaç duyarlar ki bu da çalışma sermayesi ihtiyacıdır. Bu tür finansman gereksinimlerini karşılamak için KOBİ'lerin başvurduğu geleneksel yöntemler özkaynak kullanımı, borçlanmak ve devlet desteklerinden yararlanmaktır (Bozkurt ve Saraç, 2011).

KOBİ'ler genel olarak özsermaye ile faaliyetlerini sürdürmekte olup borçlanma ve kredi sağlamaları kolay olmamaktadır. Bu sorunun temelini KOBİ'lerin sermaye yapısındaki yetersizlikler oluşturmaktadır (TBB, 2006b). Özkaynak yetersizliği ile birlikte dışarıdan kaynak sağlamada karşılaşılan sorunlar, teminat ve güven yetersizliği, yüksek finansman maliyeti ve yönetsel aksaklıklar gibi sebepler de ön plana çıkan sorunlardır (TBB, 2006a). Söz konusu sorunlar KOBİ'ler için yeni yatırımların yapılmasında, teknolojik yenilenmede ve istihdam oluşturmada engel oluşturmaktadır. Özsermaye ile faaliyetlerini devam ettirecek ve gelişimini sağlayacak finans kaynağını temin edemeyen KOBİ'ler ikinci bir araç olarak ticari kredilere yönelmektedirler fakat kredinin limiti, maliyeti ve vadesi gibi nedenlerden dolayı kaynak bulma sorunlarına burada da çözüm bulamamaktadırlar (Kutlu ve Demirci, 2008). Ticari bankaların, kredi verilen işletmenin performansına ya da ödeme gücüne bakmak yerine işletme sahibinin göstereceği teminatları dikkate alması, kurumsallaşmayan işletmeleri riskli görerek kredi açmaması KOBİ'lerin finansman sağlamadaki zorluklarını arttırmaktadır (Bektaş ve Tuna, 2013).

KOBİ'lerin finansman sağlamada kullanmış olduğu diğer bir yöntem de devletin uygulamış olduğu destek politikalarıdır. Devletin çeşitli araçlarla piyasayı düzenleyici müdahaleleri, mali kaynak transferleri ve finansman kolaylıkları sağlamaya yönelik teşvikleri ve destekleri mevcuttur. Devletin uygulamış olduğu bu politikalar bankaların yüksek faiz oranlarına karşın işletmelerin daha az etkilenmesini ve finansal piyasalarda yaşanan belirsizliklere karşı bir koruma sağlamaktadır. Devlet teşviklerinin başlıcaları bedelsiz veya normal piyasa koşullarına oranla daha ucuza sağlanan mal veya hizmetler, vergi erteleme, vergi muafiyeti, vergi indirimi, sosyal sigorta primlerinde indirim, düşük faizli krediler ve kredi kefaletleridir (Kocatepe, 2007).

Ekonomide finansman sorununu çözümlenmede geleneksel yöntemlerin dışında alternatif yöntemler de mevcuttur. Bu alternatif finansman yöntemleri KOBİ'ler tarafından geleneksel finansman yöntemleri kadar bilinirliği ve kullanımı yüksek olmasa da finansman sorununun çözümünde oldukça etkili çözümler getirmektedir. Alternatif finansman yöntemleri arasında bulunan ve KOBİ'lerin sıkça kullandığı faktoring, işletmelerin yurt içi ve yurt dışı vadeli alacaklarının temlik alınarak garanti, alacak ve tahsilat yönetimi ile finansman hizmetlerinin bir arada sunulduğu ve İşletmelerin sıkça yararlandığı etkili bir yöntemdir. Bu yöntem benzer olarak, yurtdışı kredili satışlardan doğan uzun vadeli ticari alacakların finansmanında kullanılan forfaiting işlemi de KOBİ'lerin sıkça yararlandığı başka bir finansman yöntemidir. Bunlardan başka işletmelerin finansmanında çözüm olabilecek diğer alternatif finansman yöntemleri; franchising, leasing, barter, kredi garanti fonu, join venture, melek yatırımcı ve İslami finansman araçları şeklindedir (Yatbaz, 2013).

KOBİ'lerin finansman sorununun çözümünde belirtmiş olduğumuz geleneksel ve alternatif finansman yöntemlerinden ayrı olarak Türkiye'deki KOBİ'ler tarafından pek tercih edilmeyen ancak uzun vadeli finansman sorununun çözümünde çok etkili olabilecek bir diğer finansman yöntemi de halka arz yöntemidir. Halka arz işlemi, organize olmuş piyasalarda bazı şekil ve şartlar altında gerçekleştirilir.

2. KOBİ'lerin Halka Açılması ve Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)

2.1. KOBİ'lerin Halka Açılması ve Literatür Taraması

Halka açılma, şirketlerin kaynak ihtiyacını gidermek için başvurduğu “doğrudan finansman” yöntemlerinden bir tanesidir. Halka açılmak; Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin halka satışı faaliyetleriyle tanımlanabilir (SPK).

Halka arz bir finansman yöntemi olarak, sağlanan fonların geri ödenmesini gerektiren herhangi bir vade bulunmadığı ve şirket, borç finansmanının aksine, belli dönemlerde sabit bir ödeme yapmak zorunda olmadığı için oldukça cazip bir finansman yöntemidir. Halka arz esasen sermaye temini biçiminde olduğu için şirketin bilançosundaki borç / sermaye oranında iyileştirici etki yaratır ve şirket daha olumlu finansal kaldıraç seviyesine erişerek kendisine güçlü bir mali yapı oluşturur. Şirketin sermaye yapısının güçlenmiş olması bir yandan borç temininde kolaylık sağlarken; diğer yandan daha uygun koşullar ile finansman sağlama imkânı ortaya çıkarmaktadır. Şirketin hisse senedi fiyatlarının borsada oluşan arz ve talebe göre şeffaf şekilde belirlenmesi, şirketin istediği zaman borsada hisselerini satarak likidite sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda halka açılan şirket yüksek görünürlüğe kavuşur ve finansal medyanın yanı sıra analistler tarafından da takip edilmeye başlanır. Müşteriler ve tedarikçiler bakımından şirketin halka açık olması mali açıdan güven ortamı yaratırken şirketin bilinirliğindeki artış ile birlikte daha yaygın tanıtım imkanına erişmiş olması sonucu, yurt içi ve yurt dışında muhtemel iş birliği olanaklarında da artış sağlamaktadır (Güngör, www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten_10_sayi_FGA.pdf).

Halka açılmanın değinmiş olduğumuz bu olumlu özellikleri neticesinde, KOBİ'lerin karşılaştıkları finansal sorunları halka arz ile geride bırakarak finansal performanslarını olumlu düzeyde artırmaları beklenebilecektir. Ancak bu konuda yapılan ampirik çalışmaların sonuçları, bu beklentiye tam olarak karşılıkmadığı görülmüştür. Halka arzın finansal performansa etkisi üzerine yapılan belli başlı çalışmalar şu şekilde özetlenebilecektir: Napompech (2002), emlak/kaza sigorta şirketlerindeki halka arzın 1980-2000 yılları arasında sigorta şirketlerinin ilk halka arzlarının işletme performanslarındaki değişimlerini halka açıldıkları yılı baz alarak bir önceki ve bir sonraki yıl olmak üzere üç yılın mali tablolarıyla elde edilen değişimleri finansal oranlarla incelemiştir. Çalışmada, ilk halka arzın bir girişimin masrafını ödemeyi taahhüt etme performansının, borç ödeme gücü performansının ve emlak/kaza sigortacılarının genel performansının geliştiği tespit edilmiştir (Napompech, 2002). Kurtaran ve Er tarafından (2008), BİST bünyesinde işlem gören 205 şirkete ilişkin 1992-2000 yıllarını kapsayan çalışmada, şirketlerin halka arzları sonrasındaki yıllarda finansal performanslarında olumlu ve olumsuz yönler saptanmıştır. Finansal performans ölçütü olarak aktiflerin kârlılığı oranı aktiflerin faaliyet kârlılığı oranı, faaliyet kâr marjı

oranı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve satışların büyüme oranı olmak üzere altı oran kullanılan çalışmanın sonucunda, işletmelerin halka arz olmadan önceki yıllarda finansal performanslarının halka arz olduktan sonra düştüğü saptanmıştır (Kurtaran ve Er, 2008). Bulut tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada BİST’te 1992-2000 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 175 şirketin halka açıldıkları yıl ve sonrasındaki üç yılda şirketlere ilişkin belirlemiş olduğu; aktif kârlılık oranı, esas faaliyet kârının toplam aktiflere oranı, esas maliyet kâr marjı oranı, özsermaye devir hızı oranı, aktif devir hızı oranı ve işletme faaliyetlerinden oluşan nakit akımlarının aktiflere oranı olmak üzere altı finansal performans oranında düşüşler olduğunu saptamıştır (Bulut, 2008). Bulut ve diğerleri tarafından 2009 yılında BİST’te 1992-2000 yıllarını kapsayan dönemde 205 şirket üzerine bir çalışma daha yapılmış ve yapılan çalışmada 2008 yılında Bulut’un yapmış olduğu çalışmadan farklı finansal performans ölçütü olarak faaliyet kâr marjı oranı eklenmiş sonuç olarak işletmelerin halka arzdan sonraki yıllarda finansal performanslarında düşme tespit edilmiştir (Bulut vd., 2009). Pereira ve Sousa tarafından 2012 yılında yapılan çalışmada 1995-2006 yılları arasında Avrupa Borsalarında halka arzları gerçekleştiren 555 şirketin halka arzdan sonraki finansal performansları incelenmiş ve şirketlerin finansal performanslarında düşüşler olduğu saptanmıştır. Finansal performans ölçütü olarak aktif kârlılık, nakit akışlarının aktiflere oranı, sermaye harcamasının aktiflere oranı ve aktif devir hızı olarak dört oran belirleyen Pereira ve Sousa, halka arzdan sonra şirketlerin aktif kârlılığının % 1,92, nakit akışının aktiflere oranının % 2,23, aktif devir hızının % 13,63 oranında azaldığını ve sermaye harcamasının aktiflere oranının ise % 0,16 oranında arttığını tespit etmiştir (Pereira ve Sousa, 2012).

2.2. Gelişen İşletmeler Piyasası

KOBİ’lerin finansman sağlama konusunda yaşadıkları sorunlar dikkate alınarak gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği bir yapı olarak Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) kurulmuştur (TSPAKB, 2006). GİP’te işlem gören şirketlerin zamanla büyüyüp gelişerek PP pazarlarından birine transfer olmaları ve orada daha büyük halka arzlar gerçekleştirilmeleri öngörülmüştür (BİST).

Borsa kotasyon şartlarını taşımayan, bununla birlikte gelişme ve büyüme potansiyeli olan şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem gördüğü BİST (önceki adıyla İMKB) Gelişen İşletmeler Piyasası(GİP) yasal olarak 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan İMKB GİP Yönetmeliği’ne dayanmaktadır. İlk faaliyetine ise 04.02.2011 tarihinde başlamış olup, GİP’te işlem gören ilk işletme olan Berkosan şirketi kısa zaman içinde hızlı gelişme göstererek 2012 yılından itibaren İkinci Ulusal Pazar’da işlem görmeye başlamıştır (Aypek ve Yatbaz, 2013).

BİST’te hisse senetlerinin işlem görebileceği Pay Piyasası (PP) ve BİST bünyesinde kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) olmak üzere iki piyasa bulunmaktadır. Pay Piyasasında BİST kotuna ya da ilgili pazar kaydına alınan hisse senetleri işlem görmekte iken Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip KOBİ’lerin GİP’te işlem görebilmeleri amaçlanmıştır (BİST).

Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ’lerin hisse senetlerini halka arz ile fon sağlamları amacıyla açılmış ve BİST’teki şirket sayısını bölgesel bazda arttırarak KOBİ’lere yatırım imkânı sunan bir piyasadır. BİST’in Pay Piyasasında (PP) işlem

görebilmek için işletmelerin sağlaması gereken koşullar GİP için esnekleştirilmiş ve özel kriterler getirilmiştir (Saraç ve Bozkurt, 2011). Bu kriterler şu şekilde özetlenebilir (BİST):

- GİP’te işlem görecektir şirketlerin anonim şirket statüsünde olması gerekmektedir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) düzenlemeleri gereği, GİP’te işlem görecektir şirketin aktif toplamının ve net satış hasılatının sırasıyla asgari 5,8 milyon Türk Lirası ve 11,6 milyon Türk Lirası olması gerekmektedir. Borsa İstanbul düzenlemeleri gereği şirketlerin GİP’e kabulü için, halka arz edilen payların piyasa değerinin 25 milyon TL’den az olması gerekmektedir. Pay Piyasası (PP) başvurusunda gereken kârlılık, faaliyet süresi gibi diğer sayısal koşullar GİP başvurusunda aranmamaktadır.

- Pay Piyasası’nda (PP) işlem görmek isteyen şirketleri doğrudan BİST değerlendirirken, GİP’te şirketlerin borsada işlem görebilmesi BİST tarafından görevlendirilmiş piyasa danışmanları ile sağlanmaktadır.

- Pay Piyasası’nda (PP) halka arz sermaye artırımını veya ortak satışı şeklinde ve BİST tarafından kot içi pazarda halka arzın en az 500 gerçek veya tüzel kişiye yapılması gerekirken GİP’te halka arz sadece sermaye artırımını şeklinde yapılmakta olup herhangi bir kişi sınırlaması yoktur.

- PP’de sürekli Müzayede Yöntemi, Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede Yöntemi, Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanmaktadır. GİP’te ise Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede Yöntemi ve/veya Tek Fiyat İşlem Yöntemi uygulanmaktadır.

- Pay Piyasasını ve Gelişen İşletmeler Piyasasını SPK, Borsa İstanbul ve MKK’ya ödenecek ücretler açısından değerlendirecek olursak (Tablo 5);

Tablo 5. PP ve GİP Açısından SPK, BİST ve MKK'ya Ödenen Ücretlerin Karşılaştırılması

Pay Piyasası (PP)	Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)
SPK kayıt ücreti: % 0,1 (binde bir)	SPK kayıt ücreti: % 0,01 (on binde bir)
Borsa İstanbul kota Olma ücreti: Payların nominal tutarı üzerinden % 0,1 (binde bir)	GİP Listesi’ne kabul ücreti: Başvuruya konu payların nominal tutarı üzerinden % 0,01 (on binde bir)
Borsa İstanbul kotta kalma ücreti: Kota alma ücretinin dörtte biri	GİP Listesi’nde bulunma ücreti: GİP Listesi’ne kabul ücretinin dörtte biridir.
MKK üyelik giriş ücreti: (2.000 TL’den az, 50.000 TL’den çok olmamak şartıyla) ödenmiş/çıkarılmış sermayenin % 0,1 (binde biri)	MKK üyelik giriş aidatı: (200 TL’den az, 5.000 TL’den çok olmamak şartıyla) ödenmiş/çıkarılmış sermayenin % 0,01 (on binde biri)
İhracın nominal tutarı üzerinden: % 0,05 (on binde beş)	İhracın nominal tutarı üzerinden: % 0,005 (yüz binde beş)

Kaynak: BİST

Pay Piyasası’nda işlem gören firmaların faaliyet raporlarını bağımsız denetimden geçmiş 6 aylık ve yıllık olarak, bağımsız denetimden geçmemiş 3 ve 9 aylık tablolar olarak sunmaları ve yılsonunda kamuoyuna açıklamaları gerekir. GİP’te işlem gören firmalar ise yılsonu finansal tablolar ile bunlara ilişkin bağımsız denetim raporu, bağımsız denetimden geçmemiş 6 aylık finansal tablolar sunmaları ve yılsonunda kamuoyuna açıklamaları gerekir.

GİP’te işlem görecek şirketler için SPK kayıt ücreti, MKK üyelik ve işlem ücretleri ile Borsa İstanbul ücretleri PP’de işlem gören şirketlere göre 1/10 (onda bir) seviyesine indirilmiştir. Ücretlerde yapılan indirimin yanı sıra prosedürlerde yapılan sadeleştirmeler ve yeni düzenlemeler ile maliyetleri azaltıcı önlemler alınmıştır.

SPK, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), Borsa İstanbul ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) arasında 04.02.2011 tarihinde imzalanan iş birliği protokolü kapsamında, GİP’te işlem görmek üzere, sermaye piyasası araçlarını halka arz edecek KOBİ’lerin halka arza ilişkin belirlenecek maliyetlerinin finansmanının sağlaması için KOSGEB tarafından “Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı” oluşturulmuştur. KOSGEB, “Gelişen İşletmeler Piyasası KOBİ Destek Programı” ile üst limiti toplam 100.000 TL olmak üzere aşağıdaki tabloda (Tablo 6) belirtilen şekilde geri ödemesiz destek sağlayacaktır. Destekten KOSGEB’e kayıtlı olan ve GİP’te işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketler yararlanabilecektir(BİST).

Tablo 6. KOSGEB “Gelişen İşletmeler Piyasası Destek Programı” Destek Ödemeleri

Destek Unsurları	Destek Ödemesi Üst Limiti (TL)	Oranı (%)
Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli (azami 2 yıl)	60.000	75
Bağımsız denetim hizmeti bedeli	20.000	75
SPK kurul kaydına alma ücreti, GİP Listesine kabul ücreti, MKK masrafı	10.000	100
Yatırım kuruluşuna ödenecek aracılık komisyonu	10.000	75

Kaynak: <http://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/detay/1232/gelisen-isletmeler-piyasasi-kobi-destek-programi>.

Şirketlerin GİP’e başvuruda bulunabilmesi için BİST tarafından yetkilendirilmiş bir piyasa danışmanı ile en az iki yıl süreyle geçerli bir piyasa danışmanlığı anlaşması imzalamış olması gerekmektedir. GİP, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip ve düşük maliyetle fon ihtiyacını karşılamak isteyen şirketler için ara bir piyasa olarak oluşturulmuştur. GİP’te işlem gören şirketlerin zamanla büyüyüp gelişerek PP pazarlarından birine transfer olmaları ve orada daha büyük halka arzlar gerçekleştirilmeleri öngörülmüştür (BİST).

Dünyanın çeşitli ülkelerinde de GİP benzeri borsa yapılanmaları mevcuttur. Genel olarak KOBİ borsaları diye adlandırılan bu yapılanmaların başını ABD’de bulunan NASDAQ çekmektedir. Öyle ki ülkelerin çoğu NASDAQ’ın işleyişini baz alarak KOBİ borsası yapılanmasına gitmişlerdir. GİP’te bu oluşumun bir örneğidir.

Kısaca dünya KOBİ borsalarına değinecek olursak, ilk olarak ABD’de yer alan NASDAQ’ ı incelemeliyiz. ABD’de New York Borsası (NYSE) ve Amerikan Borsası’ndan (AMEX) ayrı olarak faaliyet gösteren NASDAQ her sektörden ve her büyüklükten şirketin işlem görebildiği KOBİ borsasıdır. 8 Ocak 1971’de kurulan NASDAQ başlangıçta sadece hisse senedi fiyat belirleme sistemi olarak işlem görürken bünyesine ticaret ve hacim raporlamaları ile otomatik ticaret sistemini ekleyerek dünyanın ilk elektronik borsası unvanını taşımaktadır (Budak, 2006). NASDAQ’ın

resmi internet sayfasındaki verilere göre bugün bünyesinde 3.700 şirkete ev sahipliği yaparak 9,3 trilyon Dolarlık borsa değeri taşımaktadır (NASDAQ). İkinci olarak İngiltere’de yer alan Alternative Investment Market (AIM), Londra Borsası bünyesinde 1995 yılında kurulmuş olup kurulduğu yıldan buyana 3000’den fazla şirketin işlem gördüğü ana borsaya bağlı bir KOBİ borsasıdır. AIM’de minimum piyasa değeri ya da ödenmiş sermaye şartı konmaksızın her büyüklükte şirket işlem görebilmektedir. Öyle ki sadece İngiltere’de değil dünyanın her yerinden gelişme gösteren KOBİ’lerin bu borsada işlem görmesine olanak tanınmaktadır. AIM’de katı kotasyon koşulları yerine kamuyu aydınlatma yükümlülüğü daha ön plana çıkmaktadır (AIM). Değindiğimiz bu borsaların yanı sıra İspanya’da Nuevo Mercado, Güney Kore’de KOSDAQ, Japonya’da JASDAQ, Romanya’da RASDAQ, Kanada’da TSX Venture ve Çin’de SME Board KOBİ borsaları kurulmuştur (Baban: haber.tobb.org.tr/ekonomikforum/2010/09/070-071.pdf).

3. KOBİ’lerde Halka Açılmanın Finansal Performansa Etkisi: BİST Gelişen İşletmeler Piyasasında Bir Uygulama

Uygulamanın Yöntemi, Veri Seti ve Analiz

Çalışma, Borsa İstanbul’a kote olmuş ve borsada KOBİ’ler için oluşturulan sermaye piyasası Gelişen İşletmeler Piyasası’nda (GİP) işlem gören ve Tablo 7’de bilgileri verilen 17 adet işletmenin finansal tabloları üzerine gerçekleştirilmiştir. BİST GİP’te halihazırda kayıtlı 18 adet işletme olmasına rağmen, bir adet işletmenin finansal tablolarına ulaşamadığı için ilgili işletme kapsam dışına çıkartılmıştır. İşletmelerin finansal tablolarına ise Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun sitesi www.kap.org.tr ve işletmelerin kendi internet adreslerinden ulaşılmıştır.

Tablo 7. BİST GİP’te İşlem Gören Şirketlere Ait Bilgiler

Şirket Hisse Kodu	Şirketin Adı	Halka Açılma Tarihi	Yararlanılan Finansal Tabloların Dönemi	
			2011	2013
BEYAZ	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	22.03.2012	2011	2013
AVHOL	Avrupa Yatırım Holding A.Ş.	04.12.2012	2011	2013
BMELK	Bomonti Elektrik Mühendislik A.Ş.	09.06.2014	2013	2015
DENGE	Denge Yatırım Holding A.Ş.	26.07.2012	2011	2013
IZTAR	İz Hayvancılık Tarım ve Gıda A.Ş.	07.11.2013	2012	2014
IZFAS	İzmir Fırça Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.07.2014	2013	2015
MCTAS	MCT Danışmanlık A.Ş.	22.05.2012	2011	2013
MEGAP	Mega Polietilen Köpük Sanayi A.Ş.	18.05.2012	2011	2013
OSMEN	Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	14.02.2012	2011	2013
OZRDN	Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13.02.2015	2014	2016
POLTK	Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28.02.2014	2013	2015
RODRG	Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13.08.2013	2012	2014
SEKUR	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	02.10.2013	2012	2014
SEYKM	Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	03.08.2015	2014	2016
TACTR	Taç Tarım Ürünleri Gıda Sanayi A.Ş.	27.05.2013	2012	2014

TKURU	Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.09.2012	2011	2013
VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	18.08.2011	2010	2012

Çalışmanın ilk aşamasında işletmelerin finansal tablolardan elde edilen ve Tablo 8’de gösterilen veriler ışığında değişkenlere ait finansal oranlar hesaplanmıştır. Daha sonraki aşamada ise; “Bağımlı Örneklem t-testi” uygulanması için SPSS 22.0 ve Microsoft Excel paket programlarından yararlanılmıştır. Bağımlı örneklem t-testi; ilişkili iki örneklem arasındaki farkın birbirinden anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığını test etmek için kullanılır.

Tablo 8. BİST GİP’te İşlem Gören Şirketlerin Finansal Tablolarından Elde Edilen Veriler

Şirket Hisse Kodu	Net Kâr		Aktifler		Özsermaye	
	Halka Açılmadan Önce	Halka Açıldıktan Sonra	Halka Açılmadan Önce	Halka Açıldıktan Sonra	Halka Açılmadan Önce	Halka Açıldıktan Sonra
BEYAZ	3.709.314	2.544.655	214.049.423	273.969.898	4.650.359	22.745.264
AVHOL	320.641	294.566	24.597.071	35.241.610	3.508.735	14.555.135
BMELK	5.049.691	-3.745.469	41.161.579	38.014.534	14.092.203	15.581.884
DENGE	1.154.561	7.820.986	12.774.607	35.437.983	6.912.528	29.988.001
IZTAR	725.414	-5.475	17.464.991	33.518.899	5.601.157	20.553.030
IZFAS	987.518	538.223	16.702.921	33.959.563	9.984.650	18.592.669
MCTAS	138.998	917.745	18.592.669	10.016.526	3.665.780	7.947.560
MEGAP	278.450	-910.004	6.788.293	13.559.709	5.069.871	10.441.484
OSMEN	2.073.420	594.831	11.577.598	31.239.798	2.396.704	12.962.866
OZRDN	2.013.005	1.770.723	21.570.616	25.184.747	9.010.992	16.986.735
POLTK	2.187.607	6.936.396	9.014.296	21.588.807	5.900.576	16.203.026
RODRG	701.203	-743.865	7.527.792	12.266.831	3.919.253	7.815.808
SEKUR	602.567	-431.934	20.758.697	47.267.998	11.206.930	19.084.981
SEYKM	2.492.477	2.625.539	11.852.528	23.356.229	9.958.547	16.873.947
TACTR	-1.554.677	-383.948	18.012.399	31.936.246	10.367.720	17.399.046
TKURU	-136.885	-710.490	1.060.639	3.835.741	-33.760	2.497.184
VANGD	-653.712	-7.751.058	27.834.699	30.680.023	23.598.862	26.669.345

Çalışmada değişken olarak finansal performans çalışmalarında sıklıkla kullanılan ve anlamlı sonuçlar veren aktif kârlılık oranı (ROA) ve özsermaye kârlılık oranı (ROE) kullanılmıştır. Bu kapsamda işletmelerin halka açıldıkları ilk yıl baz alınarak halka açılmadan bir yıl önceki ve bir yıl sonraki finansal tablolardan elde edilen oranlar modelin değişkenleri olarak kullanılmıştır. Hesaplanan oranlar Tablo 9’da gösterilmiştir.

Tablo 9. Çalışmada Kullanılan Oranlar

Şirket Hisse Kodu	Halka Açılmadan Önce		Halka Açıldıktan Sonra	
	ROA	ROE	ROA	ROE
BEYAZ	0,017329	0,797640	0,009288	0,111876
AVHOL	0,013036	0,091384	0,008358	0,020238
BMELK	0,122680	0,358332	-0,098527	-0,240373
DENGE	0,090379	0,167024	0,220695	0,260804
IZTAR	0,041535	0,129511	-0,000163	-0,000266
IZFAS	0,059122	0,098904	0,015849	0,028948
MCTAS	0,007476	0,037918	0,091623	0,115475
MEGAP	0,041019	0,054923	-0,067111	-0,087153
OSMEN	0,179089	0,865113	0,019041	0,045887
OZRDN	0,093322	0,223394	0,070309	0,104242
POLTK	0,242682	0,370745	0,321296	0,428093
RODRG	0,093149	0,178912	-0,060640	-0,095174
SEKUR	0,029027	0,053767	-0,009138	-0,022632
SEYKM	0,210291	0,250285	0,112413	0,155597
TACTR	-0,086311	-0,149954	-0,012022	-0,022067
TKURU	-0,129059	4,054650	-0,185229	-0,284516
VANGD	-0,023486	-0,027701	-0,252642	-0,290635

Çalışmada, KOBİ’lerde halka açılmanın finansal performansa etkisi araştırılmaktadır. Bu kapsamda KOBİ’lerin halka açıldığı yıldan bir yıl önceki ve bir sonraki finansal tablolardan elde edilen ROA ve ROE ile KOBİ’lerde halka açılmanın finansal performansa etkisi ölçülmüştür. Analizde halka açılmadan önceki oranlar *ROA_before* ve *ROE_before*; halka açılmadan sonraki oranlar ise *ROA_after* ve *ROE_after* olarak ifade edilmiştir. Bu oranlar aynı işletmeye ait ve karşılaştırma yapılacak yıla ait bir önceki ve sonraki değerler olduğu için bağımlı değişkenlerdir. Dolayısıyla bu iki değişkenin karşılaştırmasında kullanılacak en uygun yöntem “Bağımlı Örneklem t-testi” olacaktır. Bu doğrultuda aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur:

H₀: % 95 güven aralığında, KOBİ’lerde halka açılmanın finansal performansa istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H₁: % 95 güven aralığında, KOBİ’lerde halka açılmanın finansal performansa istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır.

Yapılan teste ait SPSS’ten elde edilen bulgular aşağıdaki tablolarda verilmiştir:

Tablo 10. Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROA_before	0,0589	17	0,09674	0,02346
	ROA_after	0,0108	17	0,13531	0,03282
Pair 2	ROE_before	0,4444	17	0,96732	0,23461
	ROE_after	0,0134	17	0,18597	0,04510

Tablo 10'dan da görüleceği üzere değişkenlerin önceki ve sonraki ortalamaları (mean değeri) birbirinden farklıdır. Bu tabloda ilk grupta KOBİ'lerin halka açılmadan önceki ve sonraki ROA değerlerine ait veriler yer alırken ikinci grupta ise yine halka açılmadan önceki ve sonraki ROE değerleri yer almaktadır. Ancak sadece bu tabloya bakılarak bu farklılığın anlamlı ya da anlamsız olduğu sonucuna varılamaz.

Tablo 11. Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ROA_before & ROA_after	17	0,634	0,006
Pair 2	ROE_before & ROE_after	17	-0,330	0,196

Tablo 11 ise bize değişkenler arasındaki ilişkinin yönüne ilişkin bilgileri ifade etmektedir. Bu kapsamda ROA değeri için halka açılmadan önceki ve sonraki değerler arasında pozitif yönlü kuvvetli bir ilişkiden söz edilebilirken; ROE değeri için ise halka açılmadan önceki ve sonraki değerler arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ifade edilebilecektir.

Tablo 12. Paired Samples Test

		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tail.)
					Upper	Lower			
Pair 1	ROA_before - ROA_after	0,0481	0,1053	0,0255	-0,0060	0,1022	1,88	16	0,08
Pair 2	ROE_before - ROE_after	0,4309	1,0436	0,2531	-0,1056	0,9675	1,70	16	0,11

Tablo 12 bize Tablo 11'de yer alan farklılıkların anlamlı olup olmadığına ilişkin daha net bilgileri verecektir. Bu tabloda asıl dikkat etmemiz gereken nokta ise anlamlılık değeridir. Buna göre; % 5 anlamlılık seviyesinde tablonun sonunda yer alan Sig. (2-tailed) değerleri 0,05 değerlerinden büyük olduğu için elde edilen sonuç KOBİ'lerde finansal performansın halka açılmadan önceki ve sonraki yılda istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ortaya koymuştur.

Bu da bize "*H₀: % 95 güven aralığında, KOBİ'lerde halka açılmanın finansal performansına istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.*" hipotezinin kabul edilmesi gerektiği sonucunu ortaya koymaktadır.

Değerlendirme ve Sonuç

Kârlılık işletme sahipleri başta olmak üzere tüm paydaşların çıkarlarının birleştiği ortak kavramdır. İşletmelerin kârlılığını arttırabilmeleri için ise yeterli ve uygun maliyetli finansman kaynağına sahip olmaları gerekir. Bu noktada KOBİ'lerin

kendilerine finansman sağlamada daha az imkana sahip olmaları nedeniyle alternatif finansman kaynaklarından da yararlanmaları gerekir. Bu bağlamda halka açılmanın KOBİ'ler için sermaye piyasalarından uzun vadeli ve geri ödemesiz kaynak temin etmeleri bakımından önem arz ettiği ifade edilebilir.

Çalışmada bu doğrultuda, BİST'te KOBİ'ler için oluşturulan GİP'te işlem gören 17 adet işletmenin finansal verilerinden yararlanarak KOBİ'lerde halka açılmanın işletmelerin finansal performanslarına olumlu bir katkı yapıp yapmadığı araştırılmıştır. KOBİ'lerin halka açıldıkları ilk tarihin dönem içerisinde farklılık göstermesi nedeniyle, tam bir dönemlik finansal oranlar üzerinden sağlıklı bir karşılaştırma yapabilmek amacıyla halka açıldıkları yıla ait dönem baz alınarak halka açılmadan bir yıl önceki ve bir yıl sonraki döneme ait veriler üzerinde karşılaştırmalı uygulama yapılmıştır.

Halka açılma doğrudan işletmelerin özkaynak yapılarında bir değişime neden olduğu için KOBİ'lerin halka açıldıktan sonraki yıllarda finansal tablolarından elde edilen özsermaye kârlılığının (ROE) artacağı düşünülmüştür. Ancak elde edilen bulgulara göre; BİST GİP'te işlem gören 17 adet işletmenin halka açıldıktan 1 yıl önceki ve 1 yıl sonraki finansal tablolarından elde veriler ışığında; KOBİ'lerde halka açılmanın literatürde finansal performans göstergesi olarak sıklıkla kullanılan ROA ve ROE'ye herhangi bir katkı yapmadığı ve bu bağlamda halka açılmanın KOBİ'lerde finansal performansı en azından kısa vadede olumlu yönde etkilemediği sonucuna varılmıştır.

Ülkemizde BİST içerisinde oluşturulan KOBİ Borsası GİP'in henüz daha yeni sayılabilecek bir sürede kurulmuş olması ve bu pazarda işlem gören KOBİ'lerin sayıca az olması çalışmanın kısıtları olarak ifade edilebilir. Bu kapsamda KOBİ'lerde halka açılma ve finansal performans arasındaki ilişkinin daha geniş ve daha anlamlı çalışmalara konu olabilmesi için GİP'te işlem gören KOBİ sayısının artması ve halka açıldıktan sonraki birkaç yılı daha kapsayacak şekilde yapılması gerekmektedir. Ortaya koyulan bu çalışmanın, henüz yeterince araştırmanın yapılmadığı bu alana ilerleyen yıllarda gerçekleştirilecek yeni ve daha geniş kapsamlı çalışmalar adına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- ABD Küçük İşletmeler İdaresi, <http://www.sba.gov/advo/stats/sbfaq.pdf>. (Erişim Tarihi: 04.07.2017).
- AIM. http://www.londonstockexchange.com/companies-and_advisors/aim/aim/aim.htm. (Erişim Tarihi: 11.07.2017).
- A.T.O., “BASEL II “KOBİ’lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi”, 2007, Ankara.
- Aypek, N. ve Yatbaz, A. (2013). *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Halka Arz Yoluyla Finansmanı İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)*. Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi. Cilt 48. Sayı 2. Sayfa:1-16.
- Baban, A. S. (2010). *Dünyadaki KOBİ Borsaları ve Piyasaları, Öne Çıkan Bulgular*. Ekonomik Forum. Eylül. <http://haber.tobb.org.tr/ekonomikforum/2010/09/070-071.pdf>. (Erişim Tarihi: 11.07.2017).
- Beba, A., Saatçioğlu, K., ve Fiş, A. M. (2009). *KOBİ’lerde Finansmana Erişim*, İstanbul: TÜRKONFED.
- Bektaş, H. ve Tuna, K. (2013). *Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası’nda İşlem Gören Firmaların Gri İlişkisel Analiz ile Performans Ölçümü*. Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt 3. Sayı 2. Sayfa:185-198.
- BİST. Gelişen İşletmeler Piyasası. <http://www.borsaistanbul.com/sss/gelisen-isletmeler-piyasasi-gip>. (Erişim Tarihi: 08.07.2017).
- Budak, A. (2006.) *Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları*, İstanbul, TSPAKB Yayınları, No: 27, Ocak.
- Bulut, İ.H. (2002). *Yatırım Bankası İtibarı ve Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı: İMKB Uygulaması*. İMKB Dergisi. Cilt:10. Sayı:39.
- Bulut, İ.H., Çankaya, F. ve Er. F. (2009). *Yönetici Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği*. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Karadeniz Teknik Üniversitesi. Sayı 11/1.
- Cansız, M. (2008). *Türkiye’de KOBİ’ler ve KOSGEB”, DPT Uzmanlık Tezleri, Sosyal Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü*, Yayın No: 2782, Ankara, 2008.
- Entrepreneurship and Small and Medium-sized Enterprises (SMEs). http://ec.europa.eu/growth/smes_en. (Erişim Tarihi: 05.07.2017).
- Güngör, F. (TÜYİD Yönetim Kurulu Başkanı). *Halka Arz Olma Bir Şirkete Neler Kazandırır?* https://www.tuyid.org/files/makaleler/EBulten_10_sayi_FGA.pdf. (Erişim Tarihi: 09.07.2017).
- Hacıevliyagil, N. (2016). *KOBİ’lerin Finansman Sorununa Bir Çözüm Önerisi: Milli Ekonomi Modeli (MEM)*. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Cilt:14 Sayı:3.
- KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı 2015-2018*. KOSGEB.
- Kocatepe, H. (2007) “Devlet Yardımlarının Firmaların Rekabet Gücü Üzerine Etkisi”, S. D. Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Isparta.

- KOSGEB: <http://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/detay/1232/gelisen-isletmeler-piyasasi-kobi-destek-programi>. (Erişim Tarihi: 11.07.2017).
- Kurtaran, A. ve Er, B. (2008). *The Post Issue Operating Performance Of IPO in an Emerging Market: Evidence From Istanbul Stock Exchange*. Investment Management and Financial Innovations Journal. Cilt:5. No:4. s.54.
- Müftüoğlu, T. (1997). *Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Sorunlar ve Öneriler*, Ankara: Sevinç Yayınevi, s.25.
- Napompech, K. (2002). Financial Performance of Insurance Companies Following Initial Public Offerings. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, College Of Administration and Business Louisiana Tech University.
- NASDAQ. <http://business.nasdaq.com/list/Nasdaq-ETP>. (Erişim Tarihi: 11.07.2017).
- Pereira, T. ve Sousa, M. (2012). *Is There Still a Berlin Wall in the Post-Issue Operating Performance of Europeans. Economic and Business Administration*. University of Porto. Rua Roberto Frias-2012. Portugal. s.32-33.
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı. “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik”. (2012), *Resmî Gazete*, 3834, 4 Kasım 2012.
- Saraç, M. ve Bozkurt, İ. (2011). *KOBİ’lerin Halka Açılma Eğilimleri ve Gelişen İşletmeler Piyasasının KOBİ’lerin Halka Açılma İstekleri Üzerine Etkisi: Çankırı, Kastamonu, Sinop Bölgesi Örneği*. Muhasebe ve Finansman Dergisi. Ocak.
- SPK. *Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı*. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdf>. (Erişim Tarihi: 10.07.2017).
- Sönmez, A. (2008). “KOBİ Borsalarının KOBİ Finansmanındaki Yeri: Dünya Uygulamaları ve Türkiye Üzerine Bir İnceleme”. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Kadir Has Üniversitesi, Finans ve Bankacılık, İstanbul, 2008, s.137-8.
- Tahir, A. (2001). *KOBİ’lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler*, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), Haziran.
- Taymaz, E., Filiztekin, A., Fisunoğlu, M., Kılıçaslan, Y. ve Lenger, A. (2008). *KOBİ’lerde Dönüşüm. Küçük Firmaların Büyük Başarıları*, İstanbul: TÜRKONFED.
- TBB (2006a). Basel II’nin KOBİ’lere Etkileri. *Bankacılar Dergisi*, 58, 3-62.
- TBB (2006b). *Risk Yönetimi ve Basell II’nin KOBİ’lere Etkileri*. http://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/821/Konferans_KOBI_Kitapçigi.pdf (Erişim Tarihi: 10.07.2017).
- TOBB, *KOBİ Bilgi Sitesi* http://www.kobi.org.tr/index.php?option=com_content&view=article&id=133&Itemid=233. (Erişim Tarihi: 04.07.2017).
- Yatbaz, A. (2013). Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Halka Arz Yoluyla Finansmanı: Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP). *Yayınlanmamış Yüksek Lisans*

Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansman Bilim Dalı. Ankara-2013.

Zengin, A. (2010). “Küreselleşme sürecinde KOBİ'lerin durumu ve KOBİ Destekleri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, İstanbul.

The Effect of Public Offering on Financial Performance in SMEs: An Application in BIST Emerging Companies Market

Mehmet Nuri SALUR

Necmettin Erbakan University

Faculty of Political Science

Meram-Konya, Turkey

orcid.org/0000-0003-1089-1372

nsalur@konya.edu.tr

Mustafa Nihat DEMİRÇİ

Necmettin Erbakan University

Faculty of Political Science

Meram-Konya, Turkey

orcid.org/0000-0002-1981-3437

mdemirci@konya.edu.tr

Bilal KESEN

Necmettin Erbakan University

Institute of Social Sciences

Meram-Konya, Turkey

orcid.org/0000-0002-9862-684X

bilalkesen@gmail.com

Extensive Summary

The concept of Small and Medium Sized Enterprises (SME) is a concept used in almost all countries. The SMEs lie behind today's all big firms, many risky enterprises, innovations and patents. When these functions and their important roles in the economy are considered together with the relatively weak structure and low opportunities they have, supporting SMEs is still important for a country's economy and so, various programs are being implemented in many countries in this respect.

SMEs are structurally simple institutions and do not require high and heavy costs during the establishment phase. They have significant contributions to the country's economy in terms of customer orientation, rapid adaptation to innovations, employment creation in the country and provision of intermediate goods to large enterprises. Therefore, with expansion of the scope of the SME definition, it's share in the economy has been increased. Accordingly, various policies have been developed to enable them to continue their activities. Support and incentive policies similar to those of other countries have been implemented in order to ensure sustainable and strong structure of the Small and Medium Sized Enterprises with a share of 99.8% among all the companies in our country, but they have not been as effective as the EU countries.

Some of SMEs' problems such as inability to follow developments in the financial world, limited auto-financing opportunities, collateral problems they encounter in credit purchases, low credit volumes they have and inability to enter capital markets prevent them from having a strong financial structure. The inability of SMEs of providing particularly long term financing is an obstacle to enterprises' technological development, innovation and growth. Stock exchanges market for SMEs have been established in order to overcome these obstacles and ensure the sustainability of SMEs effectively and efficiently. Moreover, it is aimed to eliminate the problem of reaching

long-term financial resources thereby encouraging SMEs to take advantage of these capital markets. This platform, which is called SME Stock Exchange, deals with shares of Small and Medium Sized Enterprises (SMEs) and provides funds to SMEs.

Alternative Investment Market (AIM), the first example of a SMEs stock Exchange market in the world economy, was created in 1995 for small and medium-sized businesses in the London Stock Exchange. Other countries set up their own systems by taking this as an example.

In this context, the Emerging Companies Market (ECM) was established in Turkey in 2011 as a distinct market within Borsa İstanbul (BİST) to create a transparent and organized platform where securities, issued in order to raise funds from the capital markets by companies with growth and development potential, can be traded. Thanks to the ECM, such companies will have the opportunity to raise funds while presenting themselves better, and adding to their visibility among investors as well as their operational markets.

When the current financing methods are inadequate, the public offering as an alternative source of financing has the potential to overcome the chronic problems of SMEs in both financial and organizational aspects. Furthermore, SMEs can improve their organizational structures in terms of corporate governance by strengthening their institutional structures through public offering. Thus, as SMEs adapt to corporate governance principles, they will exceed the challenge of access to finance, the biggest obstacle in front of their growth.

In the light of all of these information, we explained SMEs' strengths and weaknesses and their financing problems by referring to all the above mentioned items, and then talked about the benefits of public offering in our work. And BİST-ECM is introduced and their examples in the world are mentioned. In the application phase, the financial performances, before and after the going public, of the companies traded in the BİST-GİP were compared based on the year when they going public. In the study, return on asset (ROA) and return on equity (ROE) were used as financial performance indicators. Both of these ratios were obtained from the financial statements of the SMEs one year before and one year after the going public. The aim of the study is to measure whether there is a relationship between the public offering of SMEs and their financial performance. In this context, hypothesis established to analyze the relationship between the public offering of SMEs and their financial performance was measured by means of paired t-test. As a result of the study, it was determined that there was no statistically significant relationship between the financial performance of SMEs and public offering.